



TITLE:

清算市場取引の二形式に就いて

AUTHOR(S):

今西, 庄次郎

CITATION:

今西, 庄次郎. 清算市場取引の二形式に就いて. 経済論叢 1931, 33(6): 873-893

ISSUE DATE:

1931-12-01

URL:

<https://doi.org/10.14989/130114>

RIGHT:

(禁 轉 載)

會學濟經學大國帝都京

經 濟 論 叢

號 六 第 卷三十三第

行 發 日 一 月 二 十 年 六 和 昭

論 叢

家屋稅移管問題 法學博士 神戶 正雄
景氣變動と前進變動 文學博士 高田 保馬

時 論

稅制整理を論ず 經濟學博士 沙見 三郎

研 究

米穀の生産費に關する一考察 經濟學士 八木 芳之助
指數吟味の基準 經濟學士 蜷 川 虎三
清算市場取引の二形式に就いて 經濟學士 今 西 庄次郎
十九世紀末の國際農業恐慌 經濟學士 靜 田 均
獨逸大銀行と中小工業金融 經濟學士 楠 見 一 正

說 苑

再び育子教諭書について 經濟學博士 本 庄 榮治郎
景氣變動の型より見たるドイツの失業 經濟學士 松 岡 孝兒
中世の都市財政 經濟學士 大 谷 政 敬

附 錄

新着外國經濟雜誌主要論題
本誌第三十三卷總目錄

清算市場取引の二形式に就いて

今 西 庄 次 郎

本文は、取引所即ち清算市場に於ける取引の根本を論じ、我國に於て長期清算取引及び短期清算取引として行はれつゝある二形式の比較をなさんとするものである。

一

總べて經濟機關なるものは、何等かの經濟機能 (*ökonomische Funktion*) を組織的に果すべく存生せるものにして、彼等の活動、組織等は當該機能によりて定められ、又それによりて批判せらるべきものである。取引所も一の經濟機關として、その取引活動が其の機能を基として論ぜらるべきことは云ふ迄もない。

取引所は要言すれば價格の市場である。而して取引所は價格市場といふも、從來、それに集まれる需給は投機的目的に出づるものを主とし、それが社會の投機的要求に應ずべく其の機關として發達し來りたりといふことの否み得ないものがある。けれども吾々の營利經濟の發展は、其の運營のための諸種の價格的機能を適當に行はしむる機關の存在を必要とするに至れるものにして、その機關を上取引所に求めたのである。蓋しそれらの價格的な機能を滿さんがためには、投機的なる需給の集まりて行はるゝを適要とするからである。吾人の取引所を論ずる、常に、此の

經濟社會にとりての積極的な事由に據り、それに於ける投機的取引も其の見地より取扱はんとするものである。従てかの取引所を公認投機市場と見、一概にその存在を非否せんとするが如き主張に與しないと共に、又取引所を投機のための投機々關、換言すれば自主的な投機々關として進めんとするが如き態度をも認めないものである。

取引所は單に投機のための機關に非ずとして、經濟社會に於ける如何なる價格的機能を満さんとするものであるか。取引所には、主要なる商品界に存する物産或は商品取引所 (Warenbörse) と證券界に存する株式或は證券取引所 (Effektenbörse) とありて、各それに於ける地位を同じうしないが、夫々その要求せる、客觀的な市價即ち相場を公定し、價格變動の危険を保障するに於て、その機能を等しくするのである。その最も客觀的な市價を速かに定むるによりて、商品の取引移轉に妥當なる標準を與へ其の配給を進むると共に、需給關係の實勢を示しやがて其の均衡をとらしむるものにして、以て商品經濟の圓滑なる運営は遂げ得らるのであり、又證券、特に株式の如きにありても、それは其の取引移轉並びにそれを擔保とする金融に妥當なる標準を示し其の流通を助くると共に——この擔保流通、それから財産評價の標準となることは商品の場合にも見らるゝが、證券にありては、彼の消費物なるに對し保有物なるに於て一層顯著である——當該企業價值を現はすものとして利害關係者に據る所を知らしむる外、その事業界の大勢を反映して投資者を導くものにして、以て證券經濟の機構は完全に發揮せらるゝのである。更にその何時にても賣付、買付をなし得、市價變動の危険を保障することは、商品の生産、配給業者に、相場

の騰落に拘らず、その營業上の利益を確保し安んじて其の業を續けしむるものにして、又證券、特に株式の保有者或は事業者にも、その價格變動に對し、よく一定の利益を確保し敢て其の保有、出資をなさしむるものにして、之等の方面よりも又夫々商品經濟、證券經濟の運營を助くるのである。

此の取引所の營む市價の公定と相場變動の保險とは、直接には夫々異なる機能である。けれども其の相場變動の保險作用を營む機關は、實際には、相場公定作用を營む機關に抱擁せらるゝものとする。蓋し相場公定作用は相場變動保險作用の基礎前提であるのみならず、その過程に於て保險作用を營ましむるものであるからである。而してその保險作用の、價格公定の過程として行はるゝ方が、前者の作用を助くると共に、自己の作用をよく行はしむるといふことは、市場條件の發達につれ、益々兩者の合一關係を進めるものである。斯くて、全體的には、その本質的機能として、取引所を相場公定の機關なりとせらるゝのである。

素より之を現實の取引所に就いて見れば、特に我國の多くのものゝ如く所謂株式組織をとり營利的に經營せらるゝものにありては、今日、尙ほ、動もすれば、投機自主的に動かんとしつゝある。併し取引所にして、既に、上述したる價格的機能を營む機關として立つに至れるものとすれば、それを從來の如きまゝに任せず、その機能を營む機關としての考察をなすべく、その取引活動も斯の如き見地より論ぜられねばならないのである。

二

取引所は相場を公定する市場である。所で價格を定與するといふに、特に、主として投機的な需給を集め、價格的な取引を行はしむる市場を其の機關をなすことも考へられ、寧ろその目的

に近きがやうである。併し斯の如き市場は、假令旺なる商内が行はるゝとも、實際界より抽離せるものなるに於て、其處に作らるゝ價格は當該物件界を指導する力を有しない。換言すれば經濟社會の要求せる生きた相場を定與し得る眞の價格公定市場としては、飽く迄實際界に根據せるものでなければならぬのである。¹⁾

嘗て述べたるが如く、²⁾各商品界はその妥當なる市價を需むると共に、又その要求を満さんとするやう動きゆくものにして、即ち市域の主要地に需給が集りて市場をなし、更に重要商品界にありては、市域の一層發展するにつれ、その最も大なる集散地の市場が中樞市場として各地卸賣市場に對して調節的關係に立ち、價格上指導的な地位を占むるに至るものである。その商品が原料品の如き一般に配給せられないものにおいて、小賣商業の如き分化を見ないと共に、各地に市場を存在するの事象は著しからず、又證券の如く廣きに亙りて需給せらるゝも消費物に非ざるが故に、市場散在の必要を多く有してゐないものもある。その點は兎も角、眞に價格の公定をなし得る機關としての市場は、必ずその中樞市場たる實にあらねばならないのである。

而してそれが斯の如き中樞市場たる地位にあるものとすれば、それに行はるゝ取引が市域内に於ける一般の需給を基とするものなることいふ迄もない。唯それらの需給は總べて一の市場に集りて行ひ得られざるに非ざるも、その中樞市場のよく市域全體の狀態を示す限り、それを標準となすも價格上同一の地位が與へらるゝが故に、常に其處に集中することゝをなさず、必要なるものは夫々地方的に結合せられ、その欲するものが中樞市場地に於ける需給と共に行はるゝとい

1) 然らば實際界に根據するとは如何、以下その説明である。

2) 拙稿、米穀取引所の統一（經濟論叢第三〇卷第五號九〇—九二頁）

ふ關係に立つものとする。

上述したる所は、近代生活に於ける政治的運営に比して、よく理解せらるべきものがあると思ふ。私は發達せる經濟社會に於ける市場組織は、宛もその政治組織に似たるものゝあるを覺ゆるものである。寔に近代政治の特長は、先づ統一的に、その計畫意思(政策)を定め、而して後に各般の機關によりて、その實行(施政)に移るにあるが、かの客觀的な市價の決定は謂はゞ經濟生活に於ける政策の樹立に外ならない。而して政治上政策意思の決定せらるゝに、少數の政治家と呼ばれるゝ人々より成る機關になるもの、換言すれば彼等政治家の意思によりて一般民衆の生活を政治してゆくものと、斯かる專門的な政治家なる階級を排し、一般民衆自らがその意思を綜めて之をなすもの、換言すれば民衆自らがその生活を規律し自治してゆくものとがあるが、上述したるが如く、市價の決定にも宛も此の二の方式に比當すべきものがあるのである。而して政治生活に於ける前者の方式は最も簡明にして、又政治家階級のその人を得、彼等の誠實に當るに於ては、その其き治績も擧げ得らるゝであらうが、實際に於ては、動もすれば、民衆の意思を無視せる方策のとられんとする虞あるのみならず、一般民衆の進み其の政治的自覺の向上するにつれ、眞の政治は民衆の意思を基とするといふモットーに従ひ、次第にそれに立脚せるものたらんとするに至るが如く、經濟社會に於けるその市價の決定も、又上述したるが如く、後者に當る方式によるべきものとなすのである。所で民衆政治といふも、多數の人々の意思を直接に綜合し得ざるが故に、それを代表する中央機關——議會——の設けらるゝが如く、市價の決定も斯かる組織により、取引所は當に斯の如き地位にあるべきことをいふのである。

上の如く價格公定機關たる市場は中樞市場たるべきものにして、それに於ける取引は市域内の一般の需給を基とし、代表して行はるゝものである。けれどもそれが價格市場として立つに至るならば、市域内に於ける各種需給の趨行に自ら秩序的なるものを生じ、そこには主として價格的、投機的なる需給が集るに至るものである。市域内の需給は、配給目的よりすれば、實需給と投機的なる需給に大別せられ、更にそれに實物受渡の關係を加へて、前者を(一)實物の移轉を目的とせる需要、供給、(二)實物の受渡をなすことあるも寧ろ價格的な保險繋ぎの需要、供給となし、

3) 所謂斡取 (Arbitration) 需給を無視するものではないが、以上と並べる本來的なる需給ではないと思ふのである。

後者を(一)實物の受渡をなし得、それをなすことある資力のある投機的需要、供給、(二)自ら實物の受渡をなし得ない資力のない純投機的需要、供給の如くに種別し得るのであるが、それらの價格的、投機的需給が價格公定市場に集ることをいふのである。而して斯の如き分化事象を生ずるものは、本來それらの需給は經濟界の發展に伴ひて増加すると共に、又そのよく行はれんがために、漸次大いなる市場に向つて行はれんとする傾にあるものであるが、價格公定市場のその必要のために、寧ろそれらを集中せしめんとするに於て、一層その傾向を進むるのである。然らば價格公定市場としてそれらの需給を集中せしむる必要とは何であるか。

經濟社會の求むる價格が、市域の全體に、將た時間的に客觀性を有つ妥當なる大いさのものたることはいふ迄もない所であるが、斯の如き價格を出さしめんには、その市場の抱擁力を成るべく大にし、換言すれば場所的、時間的に彈力性のあるものたらしめなくてはならないものにして、そのためには、單に實物に即したる需給のみに拘はることなく、廣く價格的なる需給、特に純投機的なる需給をも混行せしむることが必要とせらるゝのである。加之、その與ふる價格が實物市場以下を追隨せしめ、よく標準視せらるゝには、上の如く其の内容が妥當なるものとして信頼せしむるに足るものなる外に、更に、量的に、それが大量取引の結果として生れたることを要するものにして、それは前述の、中樞市場の大市場としての形式を一層進ましむるものとも云へるのであるが、此の見地よりするも、亦投機的なる需給を參加せしむることが必要とせらるゝのである。次に之を保險緊ぎの點より云へば、市價變動の危險を避けんとする需給にとりて最も大切な

るは、その欲するに従ひて何時にても相手方を求め、取引をなし得るといふ點にありて、斯の如き要求を満さんには、又實需給のみに限らず、廣く投機的なる需給、特に資力のない純投機的の需給をも集中せしむることゝしなければならぬのである。⁴⁾ 實際今日の、實物的たるより、多く價格的たらんとする掛繋ぎ需給自身としても、それらの純投機的需給を相手とする方が、寧ろ都合よしとも云へるのである。

以上は市價公定市場に價格的、投機的なる需給の集めらるゝ主たる事由にして、つまり投機的なる需給は其の主觀的目的を離れて見れば、價格決定を適當ならしむる働きをなすといふ性質に基く。併しそれに對しては猶ほ消極的といはるゝ事由がある。本來、投機的なる需給が配給上實需給に介在して意義あるは、それが價格上その配給移轉をよく行はしむるといふ點にあるのであるが、既に市場組織の進み中樞的なる價格市場の存生するものとならば、地方に於ける市場の如き次第に移轉本位たらんとし、又その狀態を適當とするものにして、そこに投機的需給の行はるゝに任す時は、その秩序をみだるのみならず、動もすれば不健全なる投機取引の行はるゝ虞を生ずる。即ち之等の弊害を防がんがためには、價格市場外に於ける投機的需給は之を制し、その組織的に行はしむる中樞價格市場に向はしむる方針がとられねばならないのである。

勿論此の、價格公定市場に投機的需給の行はるゝ狀態が、常に適良なりとなすものではない。上の如く、それに投機的需給を集むるは其の價格的機能を適當ならしめんとするものにして、其處にはその市場の當に適要とせる限度といふものが考へられるのであるが、その點は兎も角とし、

4) 學者の所謂 Continuous Market を作すのである。例へば、S. S. Huebner, The Stock Market, 21頁以下、福田敬太郎氏、取引所機能論一八二頁以下

その行はるゝ状態が實際界を越えて相場騰落の勢を大にせんとする場合の如き、又その投機的需給を綜むることは一般に思惑者流の非望を困難ならしむるものであるが、尙ほ一面に大なる投機的策動を敢へてせしめ、實勢を無視せる價格に導かれんとする場合の如き、上記投機的需給集行の利益を喪ひ、却て弊害を齎すに至れるものとして、それらの需給を抑制するの策が必要とせられるのである。

しかし之を一般的に云へば、價格の公定をなす市場は、中樞的な地位にあると共に、價格的・投機的なる需給を集め行はしむるものとなる。而して之等の需給を行はしめんには、當該賣買代金の一部にてそれが契約をなす機會を與ふると共に、その反對賣買との間に清算決済の行はれ得るやうにしなければならぬのである。實際に於て、總べて中央的な市場は當該市域内に於ける當該物件の指導的な相場を立て得るものであるが、その特に取引所と稱するは、上の如き清算市場としての組織的な取引の行はるゝに至れるものを云ふのである。

乃ち形式的に云へば、清算市場即ち取引所である。⁶⁾而して之を發展的に見れば、中樞地に於ける市場取引が進み、やがてその清算的な取引を行はしむるに至るものにして、従つて其の市場の下に、實物本位の取引を營む市場を併存するが自然的なる姿と云はれる。

三

前段は相場を立てるといふ機能の見地より、その機關としての市場即ち取引所の地位を要論したのであるが、進んではそれ集まるべき需給の性質を明かにせんとしたのである。取引所に於

5) 業界の景況が好い、何れにせよ、甚だしくなれば、市場に於ては、價格的・投機的なる需給を集め行はしむるものとなる。而して之等の需給を行はしめんには、當該賣買代金の一部にてそれが契約をなす機會を與ふると共に、その反對賣買との間に清算決済の行はれ得るやうにしなければならぬのである。實際に於て、總べて中央的な市場は當該市域内に於ける當該物件の指導的な相場を立て得るものであるが、その特に取引所と稱するは、上の如き清算市場としての組織的な取引の行はるゝに至れるものを云ふのである。

ける取引は、謂はゞそれらを素材 (Materialien) として組成せらるゝものである。但だ其の形式の考察に就いて憶はねばならぬのは、單にそれらの需給を行はしむるやうになせば足りるといふものではなく、適當なる相場を立つるといふことをそれが指標とせなければならぬことである。

上述したるが如く、取引所が清算市場となるは、その價格的機能のために、價格的、特に投機的なる需給を集め行はしめんとするにある。從て其處に於ては、差金による清算決済を行はしむるといふも、それは技術的に反對賣買によりて終了せしむることを本位とするものではなく、若しそうだとすれば、その市場は實より離れたるものとして、到底生きた相場を立て得ないのである。即ちそれに於ける取引は飽く迄中樞市場としての實を失はざるやう、實物的な需給を根底とし、投機的なる需給、特に資力のない投機的需給は、それに混行するといふものでなければならぬ。換言すれば、それは原則としては相手方に對し受渡をなすこととせられ、實物を受けんとする需要、之を引渡さんとする供給がよく其の目的を達し得るやうなすべきものにして、唯價格的投機的なる需給としては、差金決済を選ばんとするものなるが故に、必要のなき限り、その反對賣買との間に清算の行はるゝやうにせらるゝものである。

取引所にありては、斯の如く、實物的なる需給を根幹とすべく、それは單に取引の方式に止まらず、實際にもそれらの需給の多く行はるゝものでなければならぬ。但だ實際に於ては、そこに行はるゝ實物的なる需給は、清算決済に終る需給に比ぶれば、一般に小となるものである。蓋しその市場にありては、價格市場として、廣く市域内の價格的、投機的なる需給の集めらるゝの

6) 但し我國地方に見るが如き清算取引を行ふも自主的に相場を立て得ないや
うな市場は實上取引所を得ない而して相場なき價格を公定せしめ
る市域内法から云ふと、その機關たる取引所即ち清算市場の組織、米穀取引所
の統一此論旨に基く。(前掲、經濟論叢第三〇卷第五號八四頁以下)

と、一方實物移轉の需給としては、通常のは、標準的な市價の與へられる以上、その市場外に於て行ふも選ぶ所なしとするからである。投機思惑の需給が殊更に受渡を行ひ、或はその價格の實勢以外に置かれたるがために、鞘寄せ的に實物的な需給が多く集まるに至ることもあるが、之等は上記の清算市場に實物需給の多きを可とするものとは同じでない。從來清算市場取引に就いては、一概にその實物需給が多くなければならぬとなす見解と、その多きを要求せず、却てその多きは取引の平靜ならざりし徴果と見る考へとが行はれてゐるが、それらの各眞實なる範圍は、上述したる所より明かなるものがあらう。

以上、取引所即ち清算市場に於ける取引の素材たる需給とそれらの關係即ちその組成の方針を知りたる吾々は、進んで其の方針によりそれらを組合せて作す取引形式に考察を向けねばならない。而してそれには根本的なものとして二の方式が見出されるのである。

其の一は受渡を將來の期日に定めて取引する先物取引の形式をとるものにして、定期式と名附くるものである。凡そ需給は契約と共に直ちに受渡終了せらるゝか否かによりて、現在の需給と先物需給とに分たれる。而して前述したる諸種の需給を此の點より見るに、(一)實物の移轉を目的とせるものには、直ちに受渡をなさんとする現在の需給と將來の日に受渡をなさんとする先物需給とがあるが、(二)掛繋ぎの目的に出づるものは、受渡をなすと反對賣買に終るとを問はず、常に先物需給たるべく、(三)投機的な需給の中、資力あり受渡をなさんとするものには、現在の需給となるものもあれど、通常はその資力を持たざる需給と等しく、思惑のために、反對賣買と

7) 針存ふらは、それ方面に思ふ、その面と用振に、引内う適を、取のらにれ共るそかみそとけてし宜所達に於て引に充分に引承てき充て、尙て於るを以て、於る目的を見、統たのり大體系統そのよも市場は得所然る實ものけるが、化見も避たが、せるすれ、述ない組人欲そ上ら、一部を又、な日部受は、は、今一、も、こら、ね、は、る、ふ、知、原、し、は、と、と、係、其、の、言、ん、す、關、し、も、く、け、な、る、か、よ、と、避、と、す、し、る、

の間に期間を持つ先物需給たる形式を求むるものとする。従て今、上記、價格的、特に投機的な需給を混行せしむる取引としては、必ず、相當に長期なる先物取引の形式がとらるべきものにして、それにより、受渡を欲せざる諸需給は期日までに反對賣買を行ひ、其の差額の授受によりて取引を決済すべく、又受渡をなさんとするものは期日にその目的を達することを得て、上述したる清算市場取引の要件は先づ滿されることとなるのである。

之にありては、斯の如く先物取引の形式をとるとして、その將來に受渡日を定むるには種々の制度がある。取引の發達しない所に於ては、その受渡日も各個の取引者によりて任意に定められるものであるが、組織的な市場取引に於ては、總べて其の仕方が統一的に定めらるゝを特質とするのである。而してそこに於てこの受渡日を定むるに先づ行はるゝは、その最長期間を規定するものにして、各約定をなしたる日を起點とし一定期間後に受渡を行ふとなす方式である。之にありては、やがて翌日よりその最長期間に至るまでの諸種の先物取引が行はるゝこととなりて、それは實物需給には好都合なる先物取引の方式であると云へる。けれども其の取引の、受渡條件（期日）の相違によりて多數に分散せらるゝことは、自らその市場を狭分して、價格的、投機的需給には不便とならざるを得ない。こゝに於てか、價格市場としては、更に進んでその受渡を少數の日に限らんとし、即ち一定の當該期間内の日を統一の受渡日となし、その後は日々その日を受渡日となす取引を行ひ、相當の日を経て——通常最近の受渡のものが到來して——新たに其の最も先の取引を甫むるといふ方式がとられんとするのである。之にありては、與へられたる期間を

8) さんとするは斷じて誤りである。如く、我國の清算取引にありては、大體、受後述する所によりて知らるゝ見て大過はないやうである。
需給が即ち此の實物需給と

持つは一日にして、又受渡はその定められたる日以外には行はれないこととなるが、その賣買取引の少數のものに集中せらるゝことは、轉賣、買戻による清算決済を圓滑ならしめ、大量取引を行はしむるに適するのである。斯くて、それにありては別に實物移轉のために市場を必要とせんも、價格市場に於ける先物取引としては、通常後者により、その受渡を少數の日に定むる方式が選ぶべきものとなるのである。例へば我國の長期清算取引は即ち定期取引にして、一般に月末受渡制をとり、期間も月數にて定め、月初に到る毎に新甫を發つこととなつてゐる。所謂限月制度である。

此の取引形式に於て問題となるは、その期間、換言すれば最長期間を幾許に定むるが適當なりやといふことである。しかし此の期間論は、上述し來りたる此の種清算取引の性質より容易に導き出さるゝものがあらうと思ふ。即ちそれは適當なる相場を立つるといふ指標の下に、成分的に云はゞ、實物移轉の需給、掛繋ぎ需給の實需給並びに投機的なる需給を當該取引に於て満さんとするものにして、從てその基とせる實需給の期間的立場を考慮すると共に、投機的需給を混行せしむるために、彼等の通常必要とする期間が與へられねばならないのである。投機的需給と雖も必ずしも長き期間を要求するものではないが、夫々その思惑には適要とせる先物期間がありて、それより短縮せらるゝに従ひ、彼等の取引活動は次第に妨げられ、無意義に窮屈なるものとなるのである。而して之等の期間を根本的な標準となすとして、その具體的な取引期間に至りては、夫々當該物件の性質に従ひ其の取引界の實際に應じ、又その取引の仕方をも酌みて定めらる

從來我國に於ては株式定期取引に此の問題が論ぜられ、所謂限月(復舊)問題として知られてゐるが、唯株式に就いて一言して置き度いのは、株式の如き證券にありては、性質上、その利子配當を目的として所有せんとする需要、換金のために手放さんとする供給、或は價格下落の不利を避けんとする供給等の如きは、自ら先物期間を必要とせざるも、それらの需給がよく相手方を見出し、又適正なる相場を立つると共に、それに従ひて取引をなさんとする清算市場の上記の取引にありてはその混行せしむる諸種の投機的需給のために、相當なる期間を必要とするといふことである。

清算取引の第二は取引に當該物件並びに資金の融通者を參加せしめ、短期取引の形式をとるものである。前述したる所によりて知れる如く、價格的、特に資力なき投機的需給は、彼等の目的思惑上、その反對賣買との間に相當の期間を持つことを必要とするものにして、本來それらを混行せしむる取引は長期の先物取引でなければならぬのである。けれども今そこに、當該引渡物件及びその受取資金の融通をなす機關が存在するならば、如上の方式によらずして、又清算市場取引の要件に適する取引は行はれ得るのである。乃ちそれより物件、資金の貸借をなすに於て、受渡をなさざる需給も相手方需給の受渡によく應ずることを得、從てそこには必ずしも長き期間を要せず寧ろ短期なる取引が行はることとなりて、直ちに受渡をなさんとする需給がその目的を達すると共に、それに對し、將來に受渡をなさんとする需給は欲する時にその貸借關係を外せばよいこととなり、價格的、投機的なる需給はその貸借關係を更新、繼續しゆき、やがて反對賣買との間に差金勘定をなして、其の目的、思惑を遂げ得ることとなるのである。

上の形式を行ふに當りては、尙ほ投機的需給相互の結合關係と投機的需給と實物需給の組合せ

9) 所謂限月問題の本體は、株式定期取引の三ヶ月といふ期間に長きに過ぎ、それが投機を旺ならしめてゐるといふ認識に由り、その投機を抑制せんがために、は、その限月を短縮しなければならぬといふことは是非價值論にある。従つて、當時行はれたる單に證券の取引は本來短期に可なり、證券に金融の發達はそれを通じ、上記限月問題の焦點を捉へ、正面よりそれを取扱ふものといふことと止まり、

るゝのみならず、又その投機的需給の日々に將來に繰延べゆくに於て、彼等の思惑は期間を超えて續行せらるゝものとなるのである。繰延取引にありては、斯く定期式に見るが如き取引期間の問題は存しないが、然も之にありては、その受渡をなさざる需給が日々繰延をなすについて支拂ふ對價が重要な意義を持つこととなる。それらを一般に繰延賃と云ふならば、それには受取をなさざる需要者買手が物件に對し代金の融通をうくるについて支拂ふもの（俗に日歩と稱せられる）と引渡をなさざる供給者賣手が代金に對し物件の融通をうくるについて支拂ふもの（俗に逆日歩と稱せられる）とがあるわけである。いふ迄もなく、受取をなさざる買手の多き時は繰延賃は日歩として彼等の負擔となり、その減少するにつれて日歩も低下し、やがて引渡をなさざる賣手が多くなれば繰延賃は逆日歩として彼等の負擔となるに至るのであるが、反對にそれらの騰落は夫々受取をなさざる買、引渡をなさざる賣を増減しその大いさはそれらの買、賣を規定することとなるのである。即ちその大いさを適正に定むることは常に公正觀念に適合するのみならず、又この取引を圓滑に行はしむる所以ともなるのである。而して貸借繰延主義のニューヨークに於ては、それは公開的なる市場取引にて、賣手、買手並びに夫々物件、資金の融通をなさんとする者を加へ、競争的に其の大いさ又受渡玉を定むるといふ最も公正なる方法をとつゝあるが、取引繫屬主義の我國に於ては、賣手、買手より其の繰延賃との關聯に於ける受渡玉數を申出でしめ、それを裁定して繰延賃及び受渡玉を確定するといふ狹き方法をとり、そして其の差に相當する部分を前記代行機關が繰延を求める賣手、或は買手に代りて履行をなしてゐるのである。

11) 等しく繰延賃といふも、ニューヨークに於けるその一般貸借關係を示す分子の多きものに對し、我國のそれは、受渡需給の差額の融通賃たる性質を示す分子が多きものである。

終りに一言し度きは、清算市場の取引には、上述したる所を中心とし、更にその履行擔保延いて證據金の問題、取引員によりて取引せらるゝに關聯する諸問題、格付賣買の問題、取引の締結其他の問題、賣買玉の清算、受渡の問題等あれど、今は總べて抽象したることである。

四

取引所に於ける取引には説明すべき諸種の方面がある。しかし其の考察の根本的なものは、前に述べたるが如く實需給を基礎としそれに價格的、投機的需給を如何に混行せしむるかと云ふ點にあらねばならぬ。而して又それは、具體的にはその取引物件により、その國の取引事情によりて種々なる仕組にて行はるゝであらうが、本質的には前段の如き二の形式となすことを得ると考へる。我國にありては、株式並びに商品取引所に所謂長期清算取引が、そして株式取引所には更に所謂短期清算取引が併行せられてゐるが、前者は即ち定期取引にして、それは曩にも要言せし如く、商品の種類に従ひ各個の月數を持つ限月制度により、その外國取引所に於けるものに比ぶれば、此の種取引として甚だ發展せるものである。後者は前段に述べたるが如き繰延取引にして、それは翌日決済にて一ヶ月の繰延期間が認められ、ニューヨーク株式取引所に於ける翌日決済取引ほどではないが、逐年隆盛に赴き今や其の商内は長期清算取引を凌駕するに至りつゝある。然らば上記兩種の取引は如何なる得失を持ち、清算市場に於ける取引として何れが優劣してゐるであらうか。以下我國のものを例にひきつゝ其の大局的な比較論に入らうと思ふ。

先づ繰延取引にありて、その現在を基とし日々將來に延ばしてゆくといふ取引形式は各種需

給をして任意の時期に受渡或は決済するを得せしめ、此の事は價格的、投機的なる需給には兎も角、實物移轉的なる需給には最も好都合なるものにして、その即時に受渡せんとするものが充分に行はるゝ外、先物需給もその欲する時期に目的を達することが得らるゝのである。即ち繰延式取引は甚だ移轉的にして、所謂實物的なるものである。之に對し定期取引に於ける、その受渡を將來の一定日に限りて行ふといふ取引形式は、決して實物的なる需給を行はしめないといふのではないが、その即時に受渡をなさんとする需給の行はれ難きは勿論、先物需給にても其の欲する時期を持ち得ない場合がありて、移轉的立場より見れば充分なるものとは云へないのである。近年長期清算取引に於ても、株式や或種の商品にありては、期日前の早受渡を始むるに至つたが、之は上の不充分なる點を補ふといふ意味に於て適當したる制度ではある。しかしながら、よしんば其の制度の存する場合に於ても、定期取引の行はるゝ所には、性質上、別に實物取引が行はれその市場の存在せることを要^{要す}むるのである。

所で從來に於ける我國の實際を見るに、各地方の、寧ろ實物移轉を本位とすべき所に、徒らに定期取引の行はれしに拘らず、實物取引のための施設は却て等閑視せられ、中樞市場地にありても、その實物取引市場は多く備らざる状態であつた。此の事は株式界、又我國の主食料品たる米界等に於ても見られ、證券流通、又商品配給といふ全體的立場より見て不完全なりしことは蔽ひ得ない。而して此の狀態は一般の人々をして、定期取引は非實物性にして投機的なりといふ感を強く懷かしむると共に、株式市場の如きには別に繰延取引が短期清算取引として始めらるゝに至

つたのである。其の開始の當初は、從來の投機的に過ぎたる清算市場取引を改善するといふ考にて、大いに支持、聲援せられたるものである。

けれども以上に於ける考へ、態度には誤れる點が少くない。先づ指摘すべきは、定期取引を繰延短期取引に代へて投機的需給を少からしむるとなす考である。成る程繰延式は實物移轉的ではあるが、然もそれは既に知れる如く、融通機關が代りて相手方に受渡し、彼等を繰延ばしむるものにして、資力なき投機的需給の行はるゝことは、定期式と何等異なるなきは勿論、又その日々に受渡し、決済を繰延べてゆくといふ取引機構は、その期間を當然に短期となすものにして、それを以て投機的需給が少く、又清算取引として健全なるものとも決してなすを得ないのである。現行の我國株式短期取引は前述の如く取引繫屬主義にて、一ヶ月の繰延を定めてゐるが、一般の委託者としては其の期日に到れば形式的なる乗換をなせば足りて、その期間は定期取引のそれとは性質を異にし、彼等の投機思惑の一應の區劃ともならず、單に値洗も手數料期間たるに止まる。その所謂萬年取引たるの是非は姑く措き、從來の如き繰延取引を以て非投機性なりといふ考の正しからざることを指摘し度いのである。次に舉ぐべきは從來の定期取引に對する非難的の外れてゐることである。前述したるが如く從來定期取引が甚だ非難せらるべき状態にあつたのは事實であるが、然もそれを正しく考察すれば、その事由は、定期取引が當然に伴ふべき實物取引の設備が不完全なりし點以外には見出し得ないのである。既に知れる如く定期取引は性質上實物取引市場を伴ふべきものにして、彼の價值はそれを從へる完全なる姿に於て發揮せらるべく、從てその

批判も其の狀態に就いてなされねばならないのである。或は進んで定期取引の非移轉的なことを問題とするかも知れないが、清算市場の本質は飽く迄價格市場たる所にあり、その適正なる相場を公定せんがためには、取引を實物的としなければならないとするも、夫が自ら移轉を本位とするといふことは、當然なる要件とはならないのである。

要之、定期取引と繰延取引とを比較し、各特質とする所は、前者の中樞市場としての價格公定市場がそれに於ける實物移轉市場と關聯的並存をなすものなるに對し、後者はその價格市場が同時に實物移轉市場たり得るといふ點にある。しかし以上は清算市場取引の謂はゞ體とも云ふべき方面を比較したるに止まり、其の是非を判定せんとするには、更にその心とも云ふべき、それら取引の相場公定作用に對する狀態を考察しなければならない。而してその價格的方面を眺めて直ちに氣付くは、繰延取引にありては、相場は現物或はそれに近きものに於て標示せらるゝに、定期取引にありては、先物相場として現るゝといふ相違である。凡そ或る時點に於ける物の相場なるものは常に一たるべきものにして、從て現物相場も先物相場もその本質を同じくするものとして取扱はるゝでもあらうが、又それらは其の具體的な現れにして、その構成に參加せる需給により、意味の同じからざるものを持つといふ方面より見るならば、現物相場の現在に即せる分子の多きに對し、先物相場はその期間に比例して將來性を織込むこと多く、從て前者は現物移轉の標準として用ひらるゝに、より現實味を持ち、後者は將來の需給、實勢關係を示す豫標として用ひらるゝに、より含蓄味を持つものである。次に兩種取引によりて公定せらるゝ相場の妥當性に

就いて考察するに、繰延取引にありてはあらゆる需給が現在といふ一點に集中せらるゝ形にて、それは量的に標準相場としての權威を、より保持するであらうが、その動搖性の多きを免れず、之に對し定期取引にありては、需給は數個の時點に分散、關係せしめらるゝ形にて、それは自らその動搖を少からしめ、質的に公定相場としての權威を保存すること、宛も數個の足上に立つ物が一本の足上に立つ物に比べて安定度大なるが如くである。

以上は清算市場取引としての定期取引と繰延取引の一般的なる比較にして、それらの特質は大體明かにせられたであらう。併し上の得失に従ひ、何れが優劣し、又取捨せらるべきやは、各個の物件の性質と、それを行はしむる諸條件によりて定めらるべきものと云はねばならない。今紙面の許されたる範圍に於て簡單なる説述をなさば、從來一般に、長期定期式は商品に、短期繰延式は證券に適當したるものと云はれてゐる。而して前者の、商品について定期式が適當してゐるとして擧げらるゝ事由は、商品取引は本來長期なるものであるといふ點にある。その意味は商品需給の中、價格的なものは多く先物需給であり、從て強ひて、混行投機的需給を現物的となす繰延取引をとるに及ばないと云ふのであらう。併し私は商品界にありては、公定相場の需給均衡のバロメーターたる點を重視し、商品の清算取引が格付賣買を必要とし、又適當とする状態に於て、寧ろ中央に綜合的な定期取引市場を存し、標準的な先物相場を示すと共に、諸地方には移轉的な市場を設備し、前者を移して以て的確なる現物相場を定與する組織が適當にして又充分なりと考へるのである。次に證券に繰延式が適當してゐるとせらるゝ事由は、證券取引は本來短期

にて可であり、又それは金融界との連絡を密ならしめるものであるといふ諸點にあるがやうである。しかし證券の實取引は短期でいかも知れぬが、それを基とするものは、餘りに取引そのものに偏したる考にして、短期にて可なりといふことは、必ずしも長期を不可なりとなすことを得ないのみならず、寧ろ穩當なる相場立つといふに於て、又事業界の前途をよりよく示す先物相場の立つといふに於て、そこにも定期取引は充分に存在性を持つと思ふのである。今日我國に於ては、株式市場に此の兩種取引が並行せられてゐるが、その移轉的として推稱せらるゝ繰延取引の商盛なるものは、却て投機的なる銘柄に限られつゝある現状である。而してその同一銘柄に就いて云へば、短期取引の方が優勢であるがそれはそのザラバ商内、取引員の多數、賣買負擔の輕易等に基づくものと見るべく、標準的な相場は大量取引の所に生まるゝといふ事由により、それらの相場は彼によりてリードせられつゝあるが、その取引そのものは理想的なりとは決して云へないのである。